

A TERÜLETI EGYENLŐTLENSÉGEK SZEREPE A MONETÁRIS POLITIKÁBAN

(The role of the regional disparities in monetary policy)

ZSIBÓK ZSUZSANNA*

Kulcsszavak:

monetáris politika, valutaövezetek, területi egyenlőtlenségek

Tanulmányunkban arra a kérdésre keressük a választ, hogy lehetséges-e és szükséges-e az, hogy egy valutaövezetben a közös monetáris politika figyelembe vegye a területi egyenlőtlenségeket. A valutaövezeteken belül a különböző térségek számára eltérő gazdasági helyzetük miatt eltérő monetáris politikai döntések lehetnek optimálisak. Tanulmányunkban azt vizsgáljuk meg, hogy egyrészt az euró zónában, másrészt egy euró zónán kívüli országban, Magyarországon vannak-e akkora területi egyenlőtlenségek, amelyek jóléti veszteséget okoznak, és amelyek figyelembe vétele javíthatná a monetáris politika hatékonyságát.

Bevezetés

Valutaövezetnek nevezzük azt a térséget, amely egy közös valutát használ, vagy több valutát, de azoknak az árfolyamait végérvényesen rögzítik. Ekkor a közös valuta (vagy az egymáshoz rögzített valuták) árfolyama a valutaövezeten kívüli pénznemek árfolyamával szemben egyformán változik az egész térségben. Azt, hogy mely országoknak (térségeknek), milyen feltételek mellett érdemes létrehozni egy valutaövezetet, a Mundell (1961) által kidolgozott optimális valutaövezetek elmélete (Optimum Currency Area, OCA) és az erre ráépülő szakirodalom vizsgálja.

Egy ország (térség) egy valutaövezethez való csatlakozása által elveszíti az önálló monetáris politikáját és azt a lehetőséget, hogy a külső sokkhatásokhoz az árfolyam-változásokon keresztül alkalmazkodjon. Ez abban az esetben jelent problémát a valutaövezet tagjainak számára, ha jelentősek az aszimmetrikus sokkhatások, amelyek különbözőképpen érintik a térség régióit, vagy csak egy-egy régiót érintenek, a többi nem. A valutaövezetben a monetáris politika eszközei és a nominális árfolyamváltozások helyett más módon kell reagálni a sokkhatásokra. E nehézségek miatt nem minden valutaövezet tekinthető optimálisnak, csak azok, amelyekben érvényesülnek annak előfeltételei (Mongelli 2002):

- a munkaerő, a tőke és más termelési tényezők mobilitása,
- a pénzügyi piacok integráltsága,
- az árak és a bérek rugalmassága,
- gazdasági nyitottság,

* tudományos segédmunkatárs, MTA KRTK RKI Dunántúli Tudományos Osztály (PTE Rektori Hivatal Pályázati és Innovációs Igazgatóság), e-mail: zsibok@rkk.hu

- a termelés és a fogyasztás diverzifikált szerkezete,
- hasonló inflációs ráták,
- fiskális integráció,
- politikai integráció.

Amennyiben ezek a feltételek teljesülnek, a valutaövezetben csökken az aszimmetrikus sokkhatásoknak az intenzitása, és gyorsabb az alkalmazkodás, könnyebben elérhető a külső és a belső egyensúly, így kevésbé van szükség a nominális árfolyamon keresztüli alkalmazkodásra.

A monetáris politikai döntéshozatal az európai valutaövezetben

Egy heterogén valutaövezetben a monetáris politika szempontjából az inflációs ráták különbségei érdemelnek figyelmet. Az önálló monetáris politika és a nominális árfolyamon keresztüli alkalmazkodás lehetőségének az elvesztése esetén az aszimmetrikus sokkhatásokra adható egyik válasz az árak rugalmas alkalmazkodása, tehát az inflációs különbségek megjelenése.¹ Ez különösen azért fontos, mert az Európai Központi Bank (EKB) az árstabilitás fenntartását tekinti elsődleges céljának,² így monetáris politikájának egyik kulcsváltozója az euró zóna inflációja. A monetáris politika az elsődleges célját nem veszélyeztetve gazdasági stabilizációs célokat is követ, így az infláción kívül a gazdasági növekedés (kibocsátási rés) vagy a munkanélküliség is célváltozói közé tartozik.

Az EKB az árstabilitást a fogyasztói árak harmonizált indexével értékeli (HICP, Harmonized Index of Consumer Prices). A kvantitatív definíció szerint az árstabilitás az euró zóna szintjén közép távon a HICP éves növekedésének 2% alatti, de ahhoz közeli mértékének felel meg. Ez alapján látható, hogy a monetáris politikának a defláció elkerülése éppúgy célja, mint a túlzott áremelkedés elkerülése. A definícióból az is következik, hogy az árak változását az euró zóna egészében vizsgálja, miközben a nemzeti szintű inflációs rátáknak a nagyságát nem veszi figyelembe. A fogyasztói árindexben (HICP) a nemzeti HICP adatokat aszerint súlyozzák, hogy a nemzetek mekkora arányban részesülnek az euró zóna egészének háztartási fogyasztási kiadásaiból.

A monetáris politika alapvetően a rövid lejáratú pénzüpi kamatlábak befolyásolásán keresztül próbálja megvalósítani célkitűzéseit, amihez számos eszköz rendelkezésére áll: nyílt piaci műveletek, jegybanki rendelkezésre állás, kötelező tartalékhoz kapcsolódó előírások. Ezeknek az eszközöknek a hatásmechanizmusát a monetáris transzmissziós mechanizmus írja le, melyet számos tanulmány kutató az euró zóna tekintetében, a legfontosabbak: *Christiano et al.* (1999), *Angeloni et al.* (2003) és *Woodford* (2003). A monetáris politikai eszközök alkalmazásáról az árstabilitás céljának szem előtt tartásával az EKB a makrováltozók széles körének (árakra ható tényezők, munkaerőpiac, termékpiac, monetáris aggregátumok) az értékelésével dönt.

A monetáris politikai beavatkozások vizsgálatának egy általánosan elterjedt eszköze a reakciófüggvény, melyet *John B. Taylor* (1993) nyomán, Taylor-szabálynak nevezünk. Ez a szabály természetesen nem tekinthető egy mechanikusan követett képletnek, hiszen a valóságot sem sűrítethetjük be egyetlen modellbe; inkább arra szolgál, hogy a monetáris politikai döntéshozatal szisztematikus jellemzőit leírja. *Taylor* (1993) felismerte, hogy az amerikai monetáris hatóság által megállapított irányadó kamatlábak jól leírhatók a következő képlettel:

$$i^{Taylor} = \pi + 0,5y + 0,5(\pi - 2) + 2,$$

ahol i^{Taylor} a Taylor-szabályból következő nominális kamatláb, π az inflációs ráta, y a kibocsátási rés (a kibocsátás aktuális értékének eltérése a hosszú távú trendértéktől). A képlet szerint az Egyesült Államokban az inflációs cél (π^*) 2%, és az egyensúlyi reálkamatláb (a képlet utolsó tagja, \bar{i}) szintén 2%. Amennyiben a kibocsátási rés zérus lenne és az infláció is a célszintjén lenne, az irányadó nominális kamatszint 4%, a reálkamatláb pedig 2% lenne. A szabály alapján a monetáris hatóság növeli az irányadó kamatszintet, amennyiben a kibocsátás meghaladja a trendértéket vagy amennyiben az infláció meghaladja a 2%-os célértéket. Az eredeti Taylor-szabályban az infláció eltérése és a kibocsátási rés egyforma súllyal szerepel. A reakciófüggvénynek egy fontos jellemzője lesz látható, ha átalakítjuk azt a következő alakra:

$$i^{Taylor} = \pi^* + 1,5(\pi - \pi^*) + 0,5y + \bar{i}.$$

Ebben a felírásban az inflációs eltéréshez rendelt együttható 1-nél nagyobb, ami biztosítja azt, hogy ha növekszik az infláció, akkor a reálkamat ($i^{Taylor} - \pi$) is emelkedik, és ezzel az infláció visszafogható (*Hidi* 2006).

A monetáris politikai reakciófüggvény becslését az euró zóna tekintetében számos tanulmány³ elvégezte, de nem vették át az eredeti paramétereket, hanem azokat ökonometriaival módszerekkel becsülték. Tanulmányunkban nem kívánunk a reakciófüggvény becslésének mélyebb részleteibe belemenni, hanem azt a továbbiakban a monetáris politika területi szempontú elemzésének eszközeként használjuk fel.

A területi egyenlőtlenségek szerepe a monetáris politikai döntéshozatalban

Az előző részben említettük, hogy az európai monetáris politika az árstabilitást a valutaövezet egészének a szintjén értékeli, és kevésbé érzékeny arra a tényre, hogy a nemzetszintű inflációs ráták tartósan és jelentős mértékben eltávolodhatnak az átlagos szinttől (és a 2%-os inflációs célértéktől) akár felfelé, akár lefelé. Az Európai Központi Bank hangsúlyozza, hogy a konjunkturális (és inflációs) különbségeknek a kezelésére megfelelő eszközök nem állnak rendelkezésére. Arra a kérdésre keressük a választ, hogy ez a szemlélet hatékony-e a monetáris politikai célkitűzések elérése tekintetében, valamint arra is, hogy az eredmények tükrében okoz-e

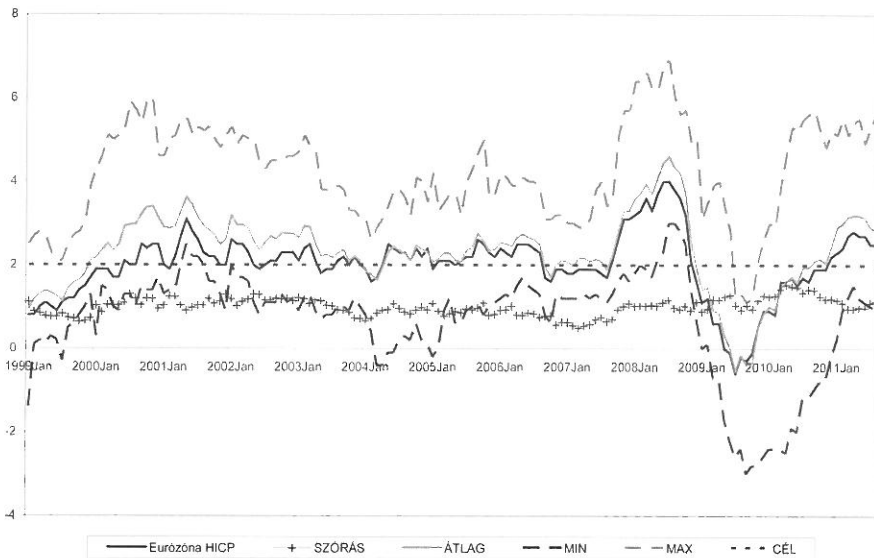
jóléti veszteségeket az európai valutaövezetben a területi heterogenitás. Másképpen megfogalmazva a kérdést: a valutaövezet egészének az érdekei megegyeznek-e a tagállamok érdekeinek valamilyen súlyozott vagy súlyozatlan átlagával? Melyek azok a tagállamok, amelyek számára megfelelő és melyek azok, amelyek számára kevésbé megfelelő a monetáris politika irányultsága? Mennyiben különbözne egy tagállam számára az irányadó kamatláb, hogyha nem lenne tagja a valutaövezetnek, és saját maga hozná meg a monetáris politikai döntéseket? E tekintetben egy valutaövezet tagjai többféle szempontból is különbözhetnek: egyrészt különböznek az üzleti ciklusaik és az ezekből eredeztethető igényeik a monetáris politika irányultságával szemben. Másrészt gazdaságszerkezeti különbségek miatt egy közös, az egész valutaövezetet érintő sokkhatás (az irányadó kamatláb változása) eltérő hatással lehet a különböző térségekre: a transzmisszió időbeli lefutásában és mértékében eltérő. Harmadrészt abban is különböznek, hogy a preferenciarendszerükben hol helyezkedik el a kibocsátás, az infláció és a kamatszint stabilizálása, tehát mennyire érzékenyek a nagy (pozitív vagy negatív) inflációs és kibocsátási résekre és kamatváltozásokra.

A tartós területi heterogenitás több problémát is felvet egy valutaövezetben (Licheron 2009). Először is, a közös monetáris politika egyes országok számára túl laza lehet, míg más országok számára túl szigorú, ami tovább fokozhatja a területi különbségeket. Mivel az egész valutaövezetben egységes a nominális kamatszint, az inflációs különbségek különböző reálkamatlábakat eredményeznek. A magas inflációjú országokban a reálkamatláb alacsony lesz, ami gazdasági túlfűtöttséghez vezethet, ezzel szemben az alacsony inflációjú országokban visszafogja a gazdasági növekedést a relatíve magas reálkamatláb. A reálárfolyam csatornáján keresztül azonban egy kiegyensúlyozó mechanizmus is működik, hiszen a magas inflációjú országok reálfelértékelődésen mennek keresztül, ami rontja a nemzetközi versenyképességüket és mérsékli a gazdasági növekedést. Másodsor, talán még fenyegetőbb probléma az, hogy jelentős inflációs különbségek esetén az alacsony inflációval jellemezhető országokban a közös monetáris politika deflációs folyamatokat indíthat el. Az EKB a 2%-os inflációs célt ennek figyelembe vételével mint egy biztonságos határt állapította meg. A hivatalos EKB stratégiában leírtak ellenére tehát nagyon is fontos, hogy a közös monetáris politika tekintettel legyen az inflációs különbségekre. Licheron (2009) ennek kapcsán kimutatta, hogy a kamatdöntéseket az euró zóna medián inflációs rátái nem befolyásolják, viszont szerepet játszik az inflációnak a tagállamok közötti szóródása és a legkisebb inflációs ráta nagysága. Ha tehát túl magas az infláció területi szóródása és egy-egy ország túl közel kerül a deflációhoz, akkor az EKB az egyébként indokolt kamatemelési döntést vonakodik meghozni. Ennek alátámasztására összehasonlította az euró zóna és az Egyesült Államok kamatpályáit, amiből látszik, hogy egy-egy kamatszint sokkal tovább marad változatlan az EKB-nál mint a FED-nél.

Az euró zónában megfigyelhető infláció területi különbségeit az 1. ábrán szemléltetjük, ahol a bemutatott adatok az adott időszaknak megfelelő, változó összetételű valutaövezetre vonatkoznak. Noha az eurózóna inflációja a 2%-os célérték körül ingadozott, a tagállamok ettől inkább fölfelé, de lefelé is jelentősen eltértek (0,99 százalékpontos szóródással). Jellemzően Németország, Franciaország, Ausztria és Finnország azok a tagállamok, amelyekben kisebb az infláció mértéke, mint az euró zóna átlaga. A legmagasabb pozitív irányú eltéréseket az újonnan csatlakozó tagállamokban tapasztalhatjuk, azaz Szlovákiában, Szlovéniában és Észtországban. Az átlaghoz a legközelebb Belgium, Hollandia és Olaszország álltak a vizsgált időszakban.

1. ÁBRA

Az euró zóna harmonizált fogyasztói árindexének százalékos változása (év/év), a nemzeti mutatók átlaga, minimuma, maximuma és szórása
(The percentage change of the HICP – year-on-year –, the average, minimum, maximum and standard deviation of the national indicators)

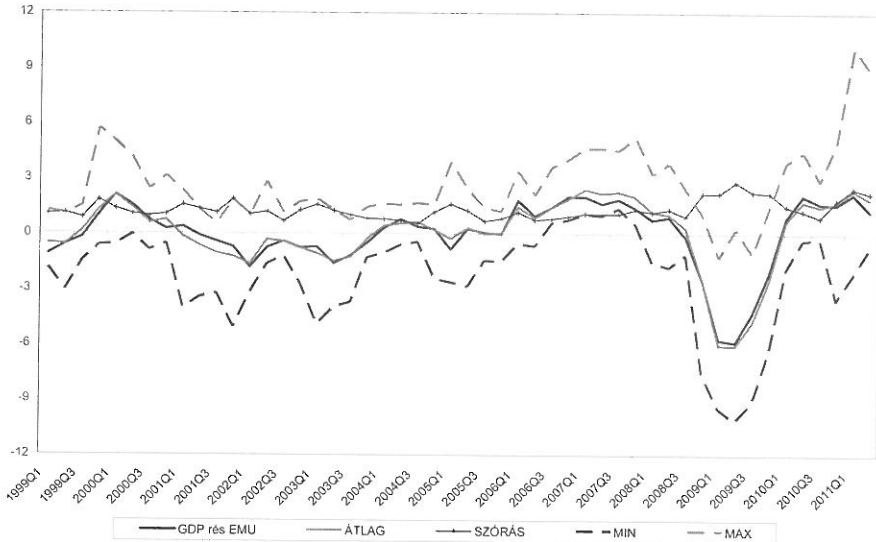


Forrás: Eurostat adatok alapján saját számítás.

Az euró bevezetése óta az euró zóna átlagos növekedése a bruttó hazai össztermék volumenindexe alapján 1,51% volt. A legalacsonyabb átlagos növekedés Olaszországban (0,68%), Portugáliában (1,15%) és Németországban (1,32%) volt mérhető, míg a legmagasabb Észtországban (4,48%), Szlovákiában (4,15%), Luxemburgban (4,01%) és Írországban (3,59%). A területi különbségeket jelző mérőszám, a keresztmetszeti szórás 2 százalékpont volt, mely 2009-től megemelkedett 2,4 százalékpont köré.

2. ÁBRA

A kibocsátási rés az euró zóna szintjén, valamint a nemzeti mutatók átlaga, szórása, minimuma és maximuma
(The eurozone output gap and the average, standard deviation, minimum and maximum of the national indicators)



Forrás: Eurostat adatok alapján saját számítás

A területi különbségeknek a monetáris politikai vonatkozásait az előző részben bemutatotthoz hasonló reakciófüggvénnyel elemezte *Honohan–Lane* (2003), *Moons–VanPoeck* (2005), *Crowley–Lee* (2009) és *VanPoeck* (2010). Hozzájuk hasonlóan két nemzeti szintű változót használunk, a nemzeti inflációs eltéréseket (az euró zóna egészében mért HICP-től) és a nemzeti kibocsátási réseket. *VanPoeck* (2010) alapján az OECD Economic Outlook adatbázisából származó adatokat felhasználva az euró zóna egészére és a tagállamokra⁴ külön-külön is felírtuk a Taylor szabályt:

$$i_{EMU,t}^{Taylor} = 1 + 1,5\pi_{EMU,t} + 0,5y_{EMU,t},$$

$$i_{i,t}^{Taylor} = 1 + 1,5\pi_{i,t} + 0,5y_{i,t}.$$

Ennek segítségével számszerűsítettük, hogy az euró zóna tagállamai számára átlagosan mennyivel tért el az egyes országok számára optimális kamatláb az euró zóna egésze számára optimális kamatszinttől (1. táblázat). Az átlagos kamatláb-eltérések azt mutatják, hogy Németország, Finnország, Franciaország és Ausztria számára alacsonyabb kamatláb lenne optimális, mint az euró zóna egésze számára. A lista ellenkező végén Szlovákia és Észtország szerepelnek, melyek számára közel 5 százalékponttal magasabb kamatszint lenne kívánatos. Az átlagos abszolút eltérések azt mutatják meg, hogy összességében (függetlenül attól, hogy pozitív vagy

negatív irányú az eltérés) az euró zóna számára optimális kamatszint leginkább Olaszország és Franciaország igényeinek felel meg, míg Észtország, Szlovákia és Írország számára áll legtávolabb a kívánatostól.

1. TÁBLÁZAT
Kamatláb-eltérések
(Interest rate deviations)

Tagállam	Átlagos kamatláb-eltérés	Átlagos abszolút kamatláb-eltérés
Ausztria	-0,098440	0,742315
Belgium	0,290858	0,820650
Észtország	4,394391	4,873667
Finnország	-0,662800	1,128626
Franciaország	-0,318180	0,466156
Németország	-0,682370	0,935101
Görögország	1,064170	1,678109
Írország	0,876262	3,960706
Olaszország	0,386246	0,420108
Luxemburg	1,409383	1,526097
Hollandia	0,450543	1,350295
Portugália	0,705492	1,299886
Szlovákia	4,712039	4,825843
Spanyolország	0,860905	1,579580

Forrás: OECD (2011) alapján saját számítás.

Regionális torzítás a döntéshozatali rendszerben

Az Eurórendszerben hivatalosan a döntéshozatal csak az euró zóna szintű aggregátumok alapján történik, de nem hagyhatjuk figyelmen kívül azt a tényt, hogy a Kormányzótanácsban a Végrehajtó Testület 6 tagja mellett jelen vannak a 17 tagállam nemzeti bankjainak az elnökei is. Kézenfekvő kérdés például (*DeGrauwe et al.* 1998; *Heinemann-Huefner* 2004; *Licheron* 2009), hogy a monetáris politikai döntéshozó testület (Kormányzótanács) tagjai (a nemzeti bankok elnökei) saját nemzeti érdekeik mentén hozzák-e meg a döntéseiket vagy összeurópai érdekeket tartanak szem előtt. Amennyiben egy regionális torzítás is fellép a kamatláb-döntésekben, akkor arra lehet számítani, hogy az irányadó kamatláb kisebb mértékben reagál az euró zóna szintű, aggregált változásokra.

Aksoy és szerzőtársai (2002) nyomán három döntési módszert vizsgálhatunk meg. Az első szerint a kamatláb-döntésekben csak az euró zóna szintű, közös érdekek játszanak szerepet. A második szerint a nemzeti érdekek alapján adódó döntéseknek egy súlyozott átlagaként alakul ki a kamatszint. A harmadik lehetőség pedig az előző kettőnek valamiféle kombinációja (feltételezhetjük, hogy a gyakorlatban

is ez érvényesül a Kormányzótanács döntéshozatalában). *Aksoy és szerzőtársai* (2002) kimutatták, hogy az első és a harmadik módszer szerinti döntéshozatal egymáshoz nagyon hasonló kamatszinteket eredményez. Ennek oka az, hogy amennyiben a Végrehajtó Bizottság tagjai egyöntetűen az euró zóna közös érdekeit képviselik, akkor a Kormányzótanács többi tagjának a szavazatai kioltják egymást, hiszen vannak olyanok, akiknek magasabb, míg másoknak alacsonyabb kamatszint lenne kívánatos, de a szavazás során az átlagos szint körül fogják megállapítani a kamatszintet.

Az egyes nemzetek számára optimálisnak számító kamatszint azonban az átlagostól jelentősen eltérhet. A tanulmányban az is kimutatásra került, hogy a szavazatok súlyozása miatt a nagyobb tagállamok igényeihez közelebb vannak a kamatdöntések eredményei, mint a kisebbekéhez. Egy további fontos eredménye a szerzőnek, hogy minél nagyobb súlyt kap a kibocsátás stabilizálásának a célja, az optimális kamatszintek annál inkább széttartóak lesznek a tagállamokban, mivel a konjunktúraciklusaiak nincsenek összhangban. Úgy találták, hogy amennyiben kizárólag nemzeti adatok alapján (többségi szavazással) történne a monetáris politikai döntéshozatal, az egyes tagállamok számára nagyobb lenne az eltérés, mint abban az esetben, ha a nemzeti és az összeurópai preferenciák egyaránt megjelennek a kamatdöntésekben. Az infláció és a kibocsátás stabilizálása tekintetében nagyjából azonos eltérések keletkeznek, de a kamatszintek jobban ingadoznak, ami összességében megnöveli a veszteségeket.

Jóléti elemzés veszteségfüggvényekkel

Gyakori eljárás a monetáris politika jóléti elemzésének szakirodalmában, hogy a módosított Taylor-szabály alapján veszteségfüggvényeket írnak fel, mely felhasználható egy optimális jegybanki döntéshozatal vizsgálatához. A veszteséget itt fel foghatjuk abban az értelemben, hogy egy tagállam veszteséget szenved el amiatt, hogy a valutaövezet tagjaként elveszíti önálló monetáris politikáját, így a közös monetáris politika irányultsága nem felel meg teljesen az igényeinek. A veszteségek keletkezhetnek az inflációs többlet, a kibocsátási rés, esetleg a munkanélküliség tekintetében. Ezek a veszteségek azonban a közös monetáris hatóság szempontjából is értelmezhetőek. A jóléti elemzés egy olyan optimalizálási feladatot jelent, amelynek során a monetáris döntéshozók célja az inflációs eltérések, a kibocsátási rések és a kamatláb-eltérések⁵ valamilyen súlyozott átlagának a minimalizálása, és ennek megfelelően állapítják meg a kamatszintet. A veszteségfüggvény értéke annál kisebb, minél kisebb az eltérések változékonysága. Ezt a formulát használták *Aksoy és szerzőtársai* (2002) is, akik a minimumfeladatból származtatható optimális kamatlábakat és az azokat meghatározó tényezőket elemezték az euró zóna tagállamaiban.

A területi adatok értékelése

Angelini és szerzőtársai (2002) amellet érvelnek, hogy a közös monetáris politika hatékonyabb lehet az euró zónában, ha a monetáris hatóság nemcsak az aggregált adatokat használja a döntéshozatal során, hanem a nemzeti szintű mutatók alakulását is értékeli. Az *Európai Központi Bank* (2005) hangsúlyozza, hogy ezt az elvárást teljesíti a döntéshozatali rendszer, ugyanis nemzeti és ágazati szinten is figyelemmel kíséri az inflációra ható tényezők alakulását, különös tekintettel a szakértői becslések készítésének a folyamatában. A nemzeti és ágazati szintű információk figyelembe vételének egyik előnye az, hogy ezáltal jobban megérthető az aggregált folyamatok, illetve hogy a helyi változások hogyan gyűrűznek át az euró zóna többi részébe. Egy másik előnye az, hogy vizsgálatuk által a döntéshozó szervek pontosabban meg tudják ítélni, hogy egyes sokkhatások mely országból vagy szektorból eredtek, a keresleti vagy a kínálati oldalon jelentkeztek, és milyen kezelést kívánnak. A dezaggregált elemzés által világosabb kép kapható arról, hogy milyen korlátai vannak a gazdaságok rugalmas alkalmazkodásának és a hatékonyság javításának. Tekintettel arra, hogy az euró zóna monetáris politikájának horizontja középtávú, egy-egy aszimmetrikus sokkhatás után nem kívánja azonnal helyreállítani az árstabilitást, hanem megfelelő rugalmasságot biztosít arra, hogy helyi vagy ágazati szinten fokozatosan menjen végbe az alkalmazkodás.

Magyarországi vizsgálatok

A magyarországi térségek közötti nagyfokú egyenlőtlenségek a gazdaság számos területén egyértelműen megfigyelhetőek, ezért a területi egyenlőtlenségek csökkentése a hazai gazdaságpolitikának egy fontos célja lehet. Mivel – természetesen – a monetáris politika az országon belül egységes, közvetlenül nem képes ezeket a problémákat kezelni. A Magyar Nemzeti Bank inflációs célkövetési stratégiájának keretein belül a monetáris politika egyes releváns gazdasági változók alakulásának az értékelésével hozza meg döntéseit. Ezek a gazdasági változók nemzeti szintűek, és a területi különbségeket nem veszi figyelembe a monetáris politika. Az euró zóna példáján azonban láttuk, hogy hatékonyabban működhetne a monetáris politika, amennyiben a nemzeti adatokat is figyelembe venné. A következőekben megvizsgáljuk azt, hogy ez a szemlélet alkalmazható lenne-e az országon belüli területi különbségek vonatkozásában is.

Az előző részekben említett problémák közül a döntéshozatali rendszer regionális torzításai nem relevánsak Magyarországon, hiszen a monetáris hatóság döntéshozó testülete nem regionális küldöttekből áll, illetve a döntést megalapozó adatokat sem elemzik területi bontásban. A másik különbség az euró zóna és Magyarország között az, hogy az inflációs különbségek belső eloszlása nem stabil, tehát nincsenek az országos átlagtól fölfelé vagy lefelé tartóan eltávolodó inflációs

ráták egy-egy térségben (Zsibók 2011). Fontos, hogy a jelentős területi különbségek ellenére egyetlen térséget sem fenyeget a tartós defláció. Egy további különbség, hogy míg az euró zónában az infláció területi különbségeit többnyire a felzárkózási folyamatoknak tudják be, Magyarországon ilyen folyamatok nincsenek. Ennek ellenére az sem jellemző, hogy a fejlettebb régiókban magasabb az infláció, sőt, a megyei inflációs ráták a munkanélküliségi rátákkal sem mutatnak együttmozgást. Az euró zónában sokkal markánsabban jelenik meg az országok közötti területi kohézió erősítése, mint Magyarországon a régiók (megyék) közötti felzárkóztatás. Mint a tanulmányunk elején említettük, a monetáris politikának nem lehet feladata a területi különbségek csökkentése, de a heterogenitás természetének és mértékének az ismerete fontos.

Tény, hogy Magyarországon a nominális és a reálváltozók tekintetében jelentős különbségek vannak a megyék között, ugyanakkor nincsen konvergencia, tehát az egyenlőtlenségek mértéke tartós, és ez akár jelentős jóléti veszteséget okozhat (3. ábra).

3. ÁBRA

Az éves átlagos infláció és kibocsátási rés (az ipari termelés alapján számítva) a magyarországi megyékben 2003 januárja és 2007 júniusa között
(Average yearly inflation and output gap in the Hungarian NUTS-3 regions, January 2003 – June 2007)



Forrás: KSH adatok alapján saját szerkesztés.

Tanulmányunknak ebben a részében megvizsgáljuk, hogy a Magyar Nemzeti Bank által folytatott monetáris politika mennyiben illeszkedik az egyes térségek (megyék) igényeihez. E normatív megközelítésnek nem az a célja, hogy értékeljük a magyar monetáris politikát, hanem az, hogy betekintést kapjunk a térbeli egyenlőtlenségek természetébe és következményeibe. A korábbiakban bemutatott módszert követjük, amikor az ismert Taylor-szabályt mint monetáris politikai reakciófüggvényt vesszük alapul és segítségével összehasonlítjuk a tényleges kamatlábakat a hipotetikus, „térségi szinten optimális/kívánatos” kamatlábakkal. Magyarországon *Hidi* (2006) becsülte meg az MNB monetáris politikai reakciófüggvényét, és annak egyik általa javasolt formáját a következőképpen írhatjuk fel:

$$i_t^{Taylor} = 3 + \pi^* + 1,5(\pi_t - \pi^*) + 0,5(y_t),$$

ahol i_t^{Taylor} a Taylor-szabályból következő nominális kamatláb, π^* az inflációs cél, π_t az aktuális infláció és y_t a kibocsátási rés százalékos nagysága. *Hidi* (2006) alapján ez a szabály 3 százalékos optimális reálkamatlábát feltételez akkor, amikor a kibocsátás nem tér el a trendjétől. *Taylor* (1993) megoldásának megfelelően a paraméterek egyforma súlyt adnak a kibocsátás és az infláció stabilizációjának. A magyarországi hivatalos inflációs cél a mintaidőszakban változó volt: 2003-ban és 2004-ben 3,5%, 2005-ben 4%, majd 2006-ban ismét 3,5% és 2007-től folyamatosan 3%. *Hidi* (2006) javasolta, hogy 2004-ben az infláció célértékének a 3,5% helyett az 5%-ot vegyük figyelembe, mivel ez realisabb, mint a hivatalos célérték a 2004 januárjában érvénybe lépő áfaemelés miatt. Számításainkban mi is ezt az eljárást követjük. A becslések eredményei szerint néhány eset kivételével a fenti Taylor-szabály jól közelíti a tényleges hazai kamatlábakat.

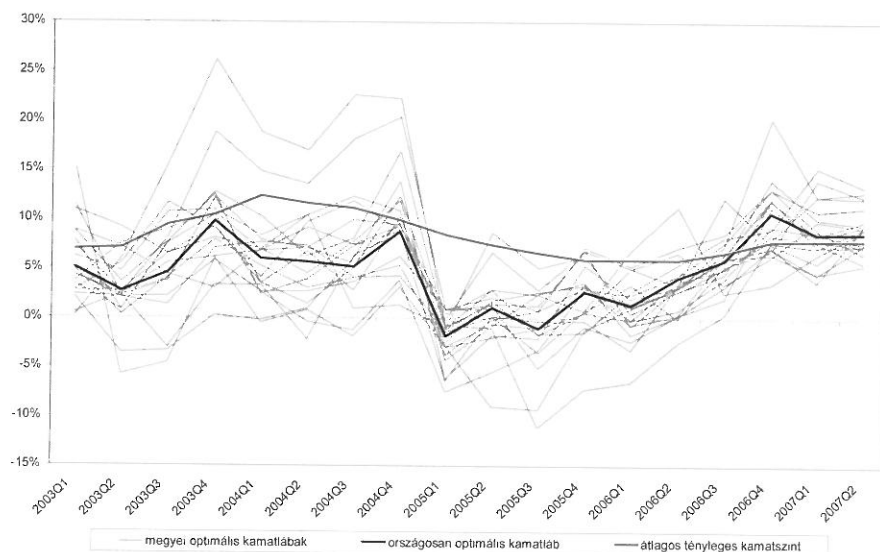
Az eredeti Taylor-szabály módosított változatai további elemeket is tartalmaznak, mint például az árfolyam vagy egy kamatláb-simítási paraméter. Ezeknek a módosításoknak köszönhetően javultak a monetáris politikai reakciófüggvényre adott becslések. *Hidi* (2006) a kibocsátási rés együtthatójáról megállapította, hogy az MNB-re vonatkozóan nem szignifikáns, azaz a központi bank nem helyez hangsúlyt a kibocsátási résre Magyarországon. Ebből következően az y_t gyakorlatilag elhagyható a magyar monetáris politikai reakciófüggvényből. Az elemzésünkben ezt mi mégsem tesszük meg, mivel ez a módosítás nem releváns a területi különbségek vizsgálatakor, hiszen a kibocsátási rés befolyásolja az egyes térségek által kívánatosnak tartott kamatszintet.

A következőkben kiszámítjuk minden megyében a kívánatosnak tekinthető kamatszintet a fenti egyenlet alapján. Mivel a GDP adatok megyei szinten csak éves gyakorisággal állnak rendelkezésünkre, az elemzéshez egy másik mutatót kell keresnünk. A Központi Statisztikai Hivatal a negyedéves megyei statisztikai tájékoztatóiban közzé teszi az ipari termelés nagyságát, amit azért választottunk, mert szintén a gazdasági teljesítménynek egyik mutatója. Az ipari termelésből a kibocsátási rés analógiájára egy eltérésmutatót képeztünk, melynek során azt számítottuk ki, hogy az ipari termelés a vizsgált negyedévben mennyire tér el a hosszú

távú trendjétől. Az ebből számított megyei szintű optimális kamatlábakat mutatja a 4. ábra. Tekintettel arra, hogy az inflációs ráta és az ipari termelés területi különbségei is meglehetősen magasak, az optimálisnak tekinthető kamatszintek is erősen szóródnak a megyék között. Magas inflációs szint idején (2003/04) a központi bank magas kamatszintet tartott fenn, és később az infláció csökkenésével párhuzamosan az alapkamatot is csökkentette. Fontos figyelembe vennünk, hogy a 2003 végén megfigyelhető hirtelen és nagymértékű kamatemelkedés mögött nem az infláció megugrása volt, hanem a pénzpiaci egyensúlytalanságok. Ez magyarázatot adhat arra a tényre, hogy a tényleges kamatszint szinte egyetlen megye számára sem volt optimális a fundamentumaik alapján. E speciális esettől eltekintve a tényleges kamatszintek a mintaidőszak elején és végén viszonylag közel állnak a magyar megyék átlagos igényeihez, de a területi szóródás magas.

4. ÁBRA

*Az optimális kamatláb átlagos szintjei és a tényleges alapkamat megyénként
(Optimal interest rates at the NUTS 3 level and the actual interest rate)*



Forrás: KSH és MNB adatok alapján saját szerkesztés.

További vizsgálatainkhoz *Moons-Van Poeck* (2005) módszerét követtük, és mindegyik megyére kiszámítottuk az optimális és a tényleges kamatláb különbségét. Ehhez két eltérésmutatót használtunk. Az egyik a négyzetes kamatlábelterés négyzetgyöke (root mean squared interest rate gap, RMSIG), ami az eltérések átlagát méri a mintaidőszak egészében, következésképpen arra kapunk választ, hogy a monetáris politika által megállapított kamatláb mennyiben felel meg az egyes térségek igényeinek (tekintet nélkül az eltérés irányára).

$$RMSIG_j = \sqrt{\frac{\sum_{t=1}^T (i_{j,t}^* - i_t)^2}{T}},$$

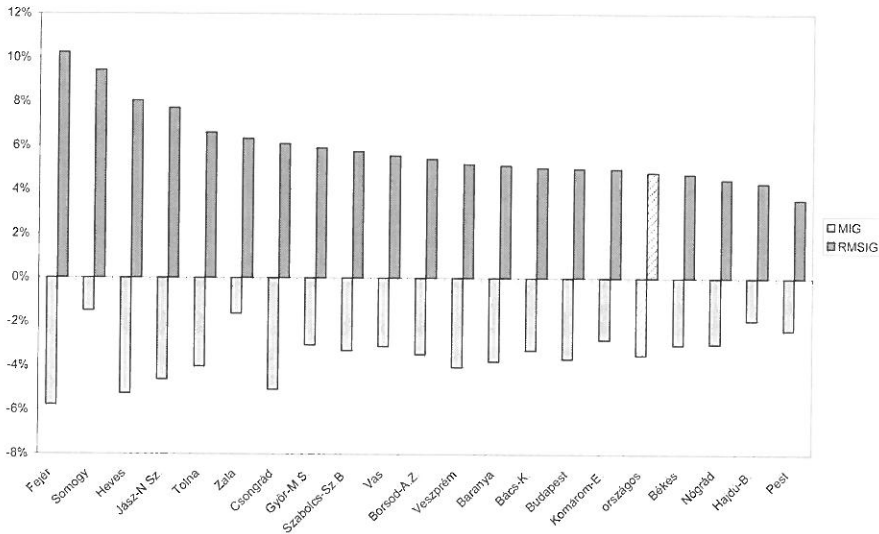
ahol $i_{j,t}^*$ a j -edik megyének az optimális kamatlába a t -edik évben, i_t a tényleges jegybanki alapkamat mértéke a t -edik időszakban és T az időszakok száma, ami az esetünkben 18 (2003-tól 2007 második negyedévéig).

A másik eltérésmutató az átlagos kamatlábeltérés (mean interest rate gap, MIG), ami nemcsak az eltérések átlagos mértékét mutatja meg, hanem az irányát is:

$$MIG_j = \frac{\sum_{t=1}^T (i_{j,t}^* - i_t)}{T}.$$

5. ÁBRA

A négyzetes átlagos kamatlábeltérés négyzetgyöke és az átlagos kamatlábeltérés megyénkénti értékei
(Root mean squared interest rate gap and mean interest rate gap at the NUTS 3 level)



Forrás: KSH és MNB adatok alapján saját szerkesztés.

E mutatók nagysága látható az 5. ábrán. A 4. ábra alapján ez alátámasztja azokat a várakozásainkat, hogy az MNB által megállapított alapkamat az ország térségeinek igényeihez képest viszonylag magas, amit az jelez, hogy az átlagos kamatlábeltérés mutatójának előjele negatív az egyes megyékben. Ez az országos átlag esetében is igaz. Az eltérések általában azokban a megyékben magasak, amelyekben az infláció alacsony (a 4. ábra alsó része), és azoknak az igényeihez van közel, ahol az infláció magas, de az átlagos kibocsátási rés negatív (az ábra felső része). A megyék sorrendje a két vizsgált változó tekintetében nem egyforma: a Spearman-féle rangkorrelációs együttható értéke -0,44 volt.

Összegzés

Összegzésképpen megállapíthatjuk, hogy a területi egyenlőtlenségek jelentős nehézségek elé állítják az infláció és a kibocsátás stabilizálását célzó gazdaságpolitikát. A magyar gazdaság nyitottsága és a nemzetközi pénzügyi folyamatoknak való kitettsége miatt a hazai monetáris politika egyes esetekben olyan lépésekre kényszerül, amelyek visszavetik a gazdasági felzárkózás folyamatát. Egyes esetekben az inflációs stabilizációs célok és a kibocsátás stabilizációjának a célja ellentmondó igényeket támaszthat a monetáris döntések irányultságával szemben, mely országos szinten nem mindig fedezhető fel, de térségi szinten már gyakrabban.

Jegyzetek

- ¹ Az euró zóna országai közötti inflációs különbségek természetét, okait és következményeit az Európai Központi Bank (2003) részletesen bemutatta.
- ² Ez (hivatalosan néven nem nevezve) gyakorlatilag egy inflációs célkövetési rendszert jelent.
- ³ Clarida et al. (1998), Peersman–Smets (1999), Gerlach–Schnabel (1998), Faust–Rogers–Wright (2001), Fourçans–Vranceanu (2004, 2007), Gerdesmeier–Roffia (2005), Hayo–Hofmann (2006), Gorter et al. (2007), Blattner–Margaritov (2010)
- ⁴ Az OECD adatbázisában nem szerepelnek Ciprus, Málta és Szlovénia adatai.
- ⁵ A kamatláb-eltérések itt azt jelentik, hogy a kamatszint időben lassan változik, tehát egy kamatszint és az előző időszakban érvényes kamatszint eltérése kicsi.

Irodalom

- Aksoy, J.–DeGrauwe, P.–Dewachter, H. (2002) Do asymmetries matter for European monetary policy? – *European Economic Review*. 3. 443–469. o.
- Angelini, P.–Del Giovane, P.–Siviero, S.–Terlizzese, D. (2002) *Monetary policy rules for the euro area: what role for national information?* Banca d'Italia Working Paper No. 457.
- Angeloni, I.–Kashyap, A.–B. Mojon (2003) *Monetary Policy Transmission in the Euro Area. A Study by the Eurosystem Monetary Transmission Network*. Cambridge University Press, New York.
- Christiano, L. J.–Martin, E.–Charles, L. E. (1999) Monetary Policy Shocks: What Have We Learned and to What End? – Taylor, J. B.–Woodford, M. (eds.) *Handbook of Macroeconomics*. Amsterdam, Elsevier. 65–148. o.
- Christiano, L. J. –Eichenbaum, M. –Evans, Ch. L. (1999) Monetary Policy Shocks: What Have We Learned and to What End? – *Handbook of Macroeconomics*. Amsterdam, Elsevier. 65–148. o.
- Clarida, R.–Gali, J.–Gertler, M. (1998) Monetary policy rules in practice. Some international evidence. – *European Economic Review*. 42. 1033–1067. o.
- Crowley, P. M.–Lee, J. (2009) *Evaluating the stresses from ECB monetary policy in the euro area*. Bank of Finland Research Discussion Papers 11.
- DeGrauwe, P.–Dewachter, H.–Aksoy, Y. (1998) The European Central Bank: Decision Rules and Macroeconomic Performance. CEPR Discussion Papers 2067.
- Európai Központi Bank (2003) *Inflation differentials in the euro area: potential causes and policy implications*. Frankfurt, ECB.
- Faust, J.–Rogers, J. H.–Wright, J. H. (2001) *An empirical comparison of Bundesbank and ECB monetary policy rules*. Board of Governors of the Federal Reserve System, International Finance Discussion Papers No. 705
- Fourçans, A.–Vranceanu, R. (2004) The ECB interest rate rule under the Duisenberg presidency. – *European Journal of Political Economy*. 3. 579–595. o.
- Fourçans, A.–Vranceanu, R. (2007) The ECB monetary policy: Choices and challenges. – *Journal of Policy Modeling*. 29. 181–194. o.

- Gerdesmeier, D.–Roffia, B. (2005) The relevance of real-time data in estimating reaction functions for the euro area. – *North American Journal of Economics and Finance*. 3. 293–307. o.
- Gerlach, S.–Schnabel, G. (1999) *The Taylor rule and interest rates in the EMU: a note*. BIS Working Paper No. 73.
- Gorter, J.–Jacobs, J.–de Haan, J. (2007) Taylor Rules for the ECB using Expectations Data. – *Scandinavian Journal of Economics*. 3. 473–488. o.
- Hayo, B.–Hofmann, B. (2006) Comparing monetary policy reaction functions: ECB versus Bundesbank. – *Empirical Economics*. 31. 645–662. o.
- Heinemann, F.–Huefner, F. P. (2004) Is The View From The Eurotower Purely European? – National Divergence And ECB Interest Rate Policy. – *Scottish Journal of Political Economy*. 4. 544–558. o.
- Hidi J. (2006) A magyar monetáris politikai reakciófüggvény becslése. – *Közgazdasági Szemle*. 12. 1178–1199. o.
- Honohan, P.–Lane, P. (2003) Divergent Inflation Rates in EMU. – *Economic Policy*. 37. 358–394. o.
- Licheron, J. (2009) *The ECB monetary policy rule and inflation dispersion among EMU countries*. Kézirat.
- Mongelli, F. P. (2002) „New” views on the Optimum Currency Area Theory: What is EMU Telling Us? – *ECB Working Paper Series* 138. 4. ECB, Frankfurt am Main.
- Moons, C.–VanPoecck, A. (2005) *Does one size fit all? A Taylor-rule based analysis of monetary policy for current and future EMU members*. University of Antwerp, Faculty of Applied Economics Working Paper Series.
- Mundell, R. A. (1961) A Theory of Optimum Currency Areas. – *American Economic Review*. 4. 657–665. o.
- OECD (2011) *Economic Outlook*. OECD Publishing.
- Peersman, G.–Smets, F. (1999) *Uncertainty and the Taylor rule in a simple model of the euro area economy*. Federal Reserve Bank of San Francisco Proceedings.
- Taylor, J. B. (1993) Discretion versus policy rules in practice. – *Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy*. 39. 195–214. o.
- Van Poecck, A. (2010) One Money and Fifteen Needs. Inflation and Output Convergence in the European Monetary Union. – *De Economist*. 158. 43–60. o.
- Woodford, M. (2003) *Interest and Prices - Foundations of a Theory of Monetary Policy*. Princeton University Press, Princeton.
- Zsibók Zs. (2011) Az infláció területi különbségei. Lehetséges okok és a magyarországi empirikus vizsgálatok eredményei, I. rész. – *Területi Statisztika*. 6. 583–598. o.

THE ROLE OF THE REGIONAL DISPARITIES IN MONETARY POLICY

ZSUZSANNA ZSIBÓK

In a currency union such as the eurozone, the member states lose their own monetary policy and the possibility of exchange rate appreciation or depreciation which could otherwise help as an adjustment tool in response of asymmetric shocks. Our paper investigates whether the single monetary policy should take the regional disparities into consideration in order to reduce the individual losses of the member states. Due to their different economic situation, the members of a currency union may have divergent needs towards the monetary policy. We try to reveal these needs within two kinds of currency unions: one is the eurozone and the other is a country with significant spatial inequalities outside the eurozone, Hungary. The underlying question is whether taking into consideration the regional information could enhance the effectiveness of monetary policy.